

Relação entre governança corporativa e o valor das ações em períodos de crise

ANA CLARA LACERDA DE OLIVEIRA

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

JACQUELINE VENEROSO ALVES DA CUNHA

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

JOÃO ESTEVÃO BARBOSA NETO

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

Resumo

A governança corporativa (GC) se revela importante para um grande número de organizações que almejam melhorar sua imagem no mercado, aumentar a valorização das ações, proporcionar maiores retornos para os proprietários e obter maior transparência nos negócios. Em períodos de crise os investidores tendem a considerar as fraquezas da GC, uma vez que o desempenho das organizações nestes períodos permite esclarecer aspectos da GC que são menos evidentes durante situações econômicas normais. Neste contexto, o objetivo desta pesquisa foi analisar se as empresas optantes pelas boas práticas de governança corporativa tiveram desempenho melhor e/ou igual em relação às empresas do mercado tradicional considerando o período de crise financeira de 2015. A hipótese testada é de que as médias dos retornos nominais e anormais do mercado tradicional, antes da crise e durante a crise são iguais às médias dos níveis diferenciados de governança corporativa. Foi utilizado o estudo de eventos, sendo definida a janela temporal de 10 meses, usando-se os fechamentos mensais de 01/02/2015 a 30/11/2015. Para período anterior ao evento foram utilizados os dados do fechamento mensal de 01/02/2014 a 30/11/2014. A amostra foi composta por 38 companhias do Mercado Tradicional, 23 do Nível 1, 11 do Nível 2 e 122 do Novo Mercado. Com base nas análises dos resultados, pode-se concluir que o mercado brasileiro em época de crise não considerou relevante ou não enxergou o esforço das empresas que voluntariamente adotaram as boas práticas de governança corporativa, principalmente com relação ao Novo Mercado. Desse modo, nota-se que os investidores, não estão dispostos a pagar um valor maior por ações das empresas estudadas em um período de turbulência econômica.

Palavras chave: Governança Corporativa, Crise, Estudo de eventos.

1. Introdução

A partir da década de 1990, torna-se mais comum a implantação de técnicas de governança corporativa em empresas de capital aberto. Este desenvolvimento relaciona-se com o também ascendente nível de atividade do mercado de capitais, que facilita a alocação de recursos para oportunidades produtivas (Camargos & Barbosa, 2006; Souza & Borba, 2007).

Autores nacionais e internacionais se propõem a estudar o tema de maneira crescente, buscando correlacionar transparência, assimetria de informações, custo de agência com custo de capital e valor das ações (Jensen & Meckling, 1976; La Porta, Lopez-de-Silanes, Siilerifer & Vishny, 2000; Silveira, 2004; Iquiapaza, Gruberger & Santos, 2006; Rabelo, Rogers, Ribeiro & Mendes-da-Silva, 2007; Mazer & Nakao, 2008; Michalischen & Paiva, 2009). Estes pesquisadores, segundo Alberton, Moletta e Marcon (2011) buscaram evidências científicas que confirmem as vantagens, atestem a relevância e a importância que a adoção das boas práticas de governança corporativa pode agregar às firmas.

Para Tavares Filho (2006) a governança corporativa, por meio de um conjunto de mecanismos, representa uma ferramenta capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro das empresas, bem como o caminho pelo qual os fornecedores de recursos financeiros dessas empresas se asseguram de que terão o retorno de seus investimentos. Ainda para o autor, a governança corporativa vem assumindo posição de destaque no mercado como um todo, em que sucessivamente se busca um sistema equilibrado de decisões cada vez mais eficiente que contribua para o bom desempenho dos negócios. Tal instrumento proporciona o sucesso e continuidade das organizações, que por sua vez, são responsáveis pelo fortalecimento do mercado de capitais e da economia.

No Brasil, algumas companhias abertas já se empenham a oferecer a seus investidores melhorias nas práticas de governança corporativa e de transparência. Segundo as diretrizes de governança corporativa da Bm&fBovespa (2015, p. 1) o objetivo principal da governança corporativa é “contribuir substancialmente para o alcance de suas metas estratégicas e a criação de valor para todos os seus acionistas, respeitando os relacionamentos com as partes interessadas (*stakeholders*)”. Iziq (2005, p. 25) complementa que “a cultura da governança corporativa não apenas se alastra entre empresas brasileiras: começa a se tornar um padrão de referência para os investidores”.

Assumindo que a adoção de boas práticas propicia um melhor desempenho com relação à rentabilidade e ao valor das ações e ao custo de capital, por exemplo, seja em períodos “normais” ou de baixa turbulência, seja após eventos como a adesão aos níveis de governança corporativa, ou no lançamento de ADRs, (Carvalho & Rochman, 2003; Tavares Filho, 2006), referidos eventos implicam em aumento no valor da ação, redução no custo de capital e aumento na segurança contra expropriação. Sendo assim, espera-se que, em períodos de crise, seja financeira, econômica, de confiança ou de crédito, a governança corporativa propicie uma espécie de blindagem que, se não aumenta o valor da ação, pelo menos o mantenha estável (Alberton *et al.*, 2011).

Nesse sentido, observa-se que a governança corporativa é importante para que as empresas possam transparecer maior credibilidade ao mercado e alavancar seus investimentos. Ressalta-se que, no que tange à gestão, estratégia, visão e controle, participar de um nível diferenciado de governança corporativa é tido como positivo, principalmente, para as empresas, assim como para todos os envolvidos na gestão empresarial e também no mercado como um todo. Em consonância com o exposto, Srour (2005) afirma que melhores práticas de governança corporativa tendem a diminuir a volatilidade dos retornos da firma durante períodos de crise.

Diante desse contexto, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa: Qual o impacto da crise financeira de 2015 nos preços das ações das empresas que pertencem aos níveis

diferenciados de governança corporativa em comparação com aquelas estão no mercado tradicional? Frente a esta problemática, tem-se como objetivo geral analisar se as empresas optantes pelas boas práticas de governança corporativa tiveram desempenho melhor e/ou igual em relação às empresas do mercado tradicional considerando o período de crise financeira de 2015.

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE (2016) a economia brasileira, em 2015, encolheu 3,8% em relação ao ano anterior, sendo este resultado considerado o pior da série histórica das Contas Nacionais do IBGE, iniciada em 1996. Ainda para o órgão, desde 2009, no auge da crise econômica mundial, o índice não registrava um resultado negativo. O cenário no mercado financeiro acompanhava o momento desagradável que o país enfrentava em 2015. O Ibovespa, que é o mais importante indicador de desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro e que retrata o comportamento dos principais papéis negociados, apresentou queda de 13,31% em 2015, sendo esta a terceira desvalorização anual seguida do índice. Porém, a perda anual de 2015 é bem maior que a do ano anterior, que apresentou desvalorização de 2,91%.

A motivação para consecução do estudo se deu pela necessidade de se ter claramente a evolução do mercado de ações no Brasil, principalmente com relação à governança corporativa e à adoção de boas práticas, onde se procura criar ambientes mais transparentes, com mais informação e equidade entre todos os investidores, sejam eles majoritários ou minoritários.

Neste contexto e por estas razões a justificativa para consecução deste trabalho está calcada na relevância do tema para a área de ciências contábeis, ao tratar de temas como governança corporativa e desempenho de empresas em período de crise financeira, tratando agora de um período mais recente, que ainda é alvo de poucos trabalhos. Adicionalmente, esta pesquisa pretende contribuir para a ampliação de resultados empíricos acerca da relação governança corporativa-desempenho corporativo.

2. Revisão da literatura

2.1 Governança Corporativa

Fatos históricos são marcos para o surgimento da governança corporativa. Entre os principais encontram-se a formação e evolução do capitalismo e do mundo corporativo, o gigantismo e o poder das corporações, a dispersão do capital de controle, o divórcio entre a propriedade e a gestão e os conflitos de agência (Catapan & Cherobim, 2010).

Aspectos de propriedade e controle, principais elementos para o surgimento da governança, foram tratados inicialmente por Berle e Means (1932) no trabalho *The Modern Corporation and Private Property*, considerado marco inicial em governança corporativa (Saito & Silveira, 2008). Segundo Silveira, Barros e Famá (2003) os mecanismos de governança corporativa são instrumentos para a minimização dos custos decorrentes dos problemas de agência. Esses problemas surgem com desvios do objetivo de maximizar os interesses de proprietários, praticados por gestores que defendem interesses próprios.

Diversos são os autores que explanam sobre o conceito de governança corporativa. Shleifer and Vishny (1997) definiram governança corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. Leal, Carvalhal-da-Silva e Ferreira (2002) afirmam que o sistema de governança corporativa é um conjunto de práticas e processos formais de supervisão da gestão executiva de uma empresa, que visa a resguardar os interesses dos acionistas e minimizar os conflitos de interesse entre os acionistas e os demais afetados pelo valor da empresa. Chagas (2007, p. 2) enfatiza ainda que

Improving the usefulness of accounting research

a governança corporativa trata-se de um sistema que, usando principalmente o conselho de administração, a auditoria externa e o conselho fiscal, estabelece regras e poderes para conselhos, comitês, diretoria e outros gestores, procurando prevenir abusos de poder e criando instrumentos de fiscalização, princípios e regras que possibilitem uma gestão eficiente e eficaz.

Embora estes e outros conceitos sejam encontrados na literatura sobre governança corporativa, o que se deve destacar é sua relevância, já que boa governança proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) uma melhor gestão estratégica de sua empresa e a monitoração da direção executiva. Uma empresa que adota uma governança segue linhas de transparência, de prestação de contas, de responsabilidade social, dentre outras, mais rígidas que aquelas que não adotam. Inicia-se assim a discussão sobre os diferenciados níveis de governança corporativa existentes.

De acordo com Catapan e Cherobim (2010) o primeiro marco de governança corporativa no Brasil foi o ano de 1999. Nesse ano, o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) altera sua nomenclatura para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e lança o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, considerado o primeiro código brasileiro de governança corporativa. No ano 2000, ocorre outro marco importante para a governança: o lançamento dos diferentes segmentos de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bm&fBovespa) – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O objetivo principal dessa classificação é listar empresas que possuem melhores práticas de governança.

Segundo a Bm&fBovespa (2016) as empresas listadas no segmento Nível 1 devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, divulgam informações adicionais às exigidas em lei. Além disto, a empresa deve se comprometer a manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado. De acordo com Silveira (2002) as principais práticas exigidas para inserção neste nível são:

- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock options*);
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

No segmento de listagem Nível 2 as empresas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador. As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas (Bm&fBovespa, 2016).

O Novo Mercado, segundo Alberton *et al.* (2011) é um segmento de listagem onde as companhias, voluntariamente, se comprometeram com a adoção de práticas adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. As

empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON) (Bm&fBovespa, 2016).

A Tabela 1 elenca um comparativo dos segmentos de listagem da Bm&fBovespa, ressaltando que possuem ainda o segmento Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, porém estes não são escopo deste trabalho, devido a isto não foram abordados.

Tabela 1 Comparativo dos Segmentos de Listagem da Bm&fBovespa

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Não há regra
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)

Fonte: Adaptado de Bm&fBovespa (2016)

Vê-se que as empresas que aderem aos níveis diferenciados passam a ter uma série de compromissos e de prestação de informações, que garantam igualdade e respeito a todos, sejam grandes ou pequenos investidores. Como estas empresas possuem maior exigibilidade quanto às suas práticas, admite-se que as organizações que se adequam aos padrões formais de legitimidade, tenham maior desempenho em termos de valor de mercado. A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a

disposição dos investidores em adquirirem as suas ações e pagarem um preço melhor por elas, reduzindo, como consequência, seu custo de captação (Mazer, 2007).

2.2 Governança corporativa e instabilidade econômica

Para Diniz (2015) o Brasil passou de 2003 a 2014 por um período de crescimento econômico, com investimentos estrangeiros, inflação e câmbio controlados. Este crescimento pôde ser notado a partir de uma política de crédito facilitado, desemprego baixo etc., e foi graças aos programas sociais que 36 milhões de brasileiros saíram da miséria. Entretanto, não foram feitos os investimentos necessários para manter a economia em crescimento. O autor complementa que nestes 12 anos de desenvolvimento, não se promoveu nenhuma reforma de estrutura, nem agrária, nem tributária, nem política.

Talvez seja por esta falta de incentivos que as perspectivas para o ano de 2015 não puderam ser consideradas ascendentes iguais à de anos anteriores. Segundo o Fundo Monetário Internacional - FMI (2016) o desempenho na economia brasileira no ano de 2015 piorou, sendo esperada uma retração de 3% para o ano que iniciaria. O FMI fez ainda estimativas pessimistas quanto à inflação, acreditando que a mesma chegaria a 8,9%, que está acima do teto de tolerância do Banco Central, de 6,5%.

Com o decorrer do tempo as estimativas de instabilidade foram se concretizando, e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) fechou o último mês de 2015 com variações de 0,96%, e no acumulado de 12 meses apresentou alta de 10,67%. Este valor representa a taxa de inflação brasileira para o ano de 2015. Segundo o IBGE (2016) esta taxa foi a maior apresentada pelo país desde 2002, quando atingiu 12,53%.

Outro fator que ilustra o desfavorável cenário enfrentado pelo Brasil em 2015 foi a taxa de desemprego. Segundo dados do IBGE (2015) o número de desempregados no Brasil chegou a 9,1 milhões no trimestre de setembro a novembro de 2015. Este total é o maior já registrado pelo IBGE desde o início da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad), em 2012. Em comparação com o mesmo período de 2014, o aumento foi de 41,5%, com 2,7 milhões de desempregados a mais. Uma relação pode ser traçada pela crise financeira enfrentada por um país *versus* governança corporativa, na ótica de Srour (2005, pp. 638-639),

em choques negativos, como o da crise asiática e da crise de 11 de setembro, empresas com melhores políticas de distribuição de dividendos ou com menor discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista experimentaram uma queda relativamente menor nos seus retornos. Enquanto isso, perante um choque positivo, como o da desvalorização do real, essas mesmas boas características proporcionaram um menor retorno relativo para as firmas. Isto é, encontrou-se evidência robusta de que as boas características de governança diminuem a volatilidade do retorno em épocas de choque.

Trabalhos que abordam a relação entre as empresas pertencerem a um dos níveis diferenciados de governança corporativa e isto ser favorável ou não a aspectos relacionados as suas ações (retorno, volatilidade e liquidez) são encontrados na literatura nacional e internacional.

Levine and Zervos (1996a), efetuaram análise em 41 mercados de capitais, no período de 1976-1993 em 24 diferentes países, e evidenciaram fortes correlações entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico. Nesse mesmo sentido, Levine and Zervos (1996b e 1998), em estudo abrangendo os mercados de capitais e financeiros (bancos) de 49 países, no período de 1976-1993, propuseram investigar se algumas medidas do desenvolvimento do mercado de capitais e dos bancos predizem futuras taxas de crescimento econômico, acumulação de capital, melhorias na produtividade e aumento de poupança. Os autores apresentaram, em suas conclusões, que os mercados e as

instituições financeiras suprem importantes serviços para o crescimento econômico de longo prazo.

Michalischen e Paiva (2009) propuseram analisar se a adesão voluntária a melhores práticas de governança corporativa é valorizada pelo mercado em termos de: valorização das ações dessas empresas; aumento na demanda pelas ações; e aproximação entre os preços das ações com e sem direito a voto (efeito expropriação). Os autores concluíram que o mercado considera relevante o comprometimento voluntário das empresas de capital aberto que aderem a melhores práticas de governança corporativa e *disclosure* através da valorização de suas ações no momento em que a empresa anuncia sua adesão a níveis diferenciados de governança.

Ainda em consonância com os benefícios que pertencer a um dos níveis diferenciados de governança corporativa proporciona as empresas, Procianoy e Verdi (2009) tiveram por objetivo estudar os determinantes e as consequências da adesão de empresas brasileiras aos diferentes níveis de listagem da Bovespa: novo mercado, nível 1 e nível 2. Ao fim do trabalho puderam constatar, no que diz respeito às consequências da adesão, que as empresas que aderiram aos novos mercados da Bovespa apresentam maior liquidez que as empresas transacionadas no mercado tradicional. Além disso, as empresas que aderiram ao nível 2 e ao novo mercado apresentaram um aumento de liquidez em relação ao nível de liquidez anterior à adesão. Para os autores, os resultados da pesquisa contribuem para a literatura de *disclosure* e de governança ao promoverem evidência de que as empresas que aderiram aos novos mercados são recompensadas com maiores níveis de liquidez nos seus papéis.

Porém, resultados contrários a estes que afirmam ser a governança corporativa um diferencial para às empresas que integram os índices, também são encontrados na literatura. O estudo de Aguiar, Corrar e Batistella (2004) teve por objetivo analisar especificamente os impactos causados sobre três variáveis (quantidade média, volume médio em reais e preço médio de ações) depois da implementação do nível 1 de governança corporativa (N1GC), tendo em vista que existiam expectativas por parte da Bm&fBovespa de que essas variáveis sofreriam aumento ou valorização significativos após a migração das empresas. Os autores constataram que as empresas que migraram para o N1GC não apresentaram mudanças significativas na quantidade média de ações negociadas (hipótese 1), não sofreram mudanças significativas no volume médio (em R\$) de ações negociadas (hipótese 2), e, por fim, não apresentaram valorização significativa no preço médio de suas ações (hipótese 3). Podendo concluir, desta maneira, que em relação às variáveis propostas pelo estudo, no período analisado, algumas das expectativas da Bm&fBovespa não foram constadas.

Com relação à utilização de governança corporativa e sua consequência para a empresa em momentos de crise, Srour (2005) realizou uma pesquisa que objetivou analisar a eficácia dos mecanismos de contratos privados como provedores de proteção a investidores externos no Brasil. Para tanto, foram coletados dados de balanços trimestrais e de retornos diários de 350 empresas brasileiras de capital aberto para o período compreendido de janeiro de 1997 a dezembro de 2001.

O autor ressaltou a importância de diferentes práticas de governança da firma dentro de um mesmo país, sendo que estas podem advir tanto da assinatura de contratos privados ou das próprias características das firmas. Encontrou como resultado que as firmas que tenham mecanismos de proteção aos minoritários e maior transparência de informações obtiveram uma queda relativa menor em seus retornos. O autor ressalta que, durante a crise de 11 de setembro de 2001, as empresas que já tinham contratos privados obtiveram entre 6% e 7% de retorno relativo maior do que as demais. Um resultado robusto dessa pesquisa é poder afirmar que melhores práticas de governança corporativa tendem a diminuir a volatilidade do retorno das firmas.

Alberton *et al.* (2011) propuseram a seguinte questão de pesquisa em seu trabalho: os níveis diferenciados de governança corporativa blindam as firmas contra crises financeiras? Para verificação da referida questão utilizaram a metodologia de estudo de eventos. Neste contexto, definiram a janela de evento com 18 semanas, utilizando-se os fechamentos semanais do dia 04 de julho a 31 de outubro de 2008. Com base nas análises dos resultados, os autores concluíram que o mercado brasileiro durante a crise não considerou relevante ou não enxergou o esforço das empresas que voluntariamente adotaram as boas práticas de governança corporativa, principalmente com relação ao novo mercado, não estando disposto a pagar mais por ações destas empresas.

Nota-se que estudos publicados até então não colocam um ponto final no assunto, e principalmente, no que se refere a períodos de incerteza econômica, ainda são poucos os trabalhos que tratam da relevância das empresas pertencerem aos níveis diferenciados de governança corporativa e sofrerem de maneira menos drástica os impactos da instabilidade. Segundo Alberton *et al.* (2011) a governança corporativa tem reflexos positivos no valor das ações, sendo assim a premissa dos pesquisadores está em atestar que a boa governança corporativa produz demanda pelos investidores, o que resulta em custo de capital menor e valorização das ações.

3. Procedimentos metodológicos

3.1 Classificação e hipóteses da pesquisa

A presente pesquisa classifica-se como descritiva, com o uso da estratégia documental, e avaliação quantitativa. Os valores das ações para os períodos de análise, 2014 considerado antes da crise e 2015 considerado durante a crise, foram coletados por meio da plataforma online *Quantum Axis*, assim como os valores do portfólio de mercado (Ibovespa) para o mesmo período.

Neste estudo foram calculados os retornos nominais e retornos anormais ajustados ao mercado para as empresas que pertencem a um nível de governança corporativa para fins de comparação com aquelas listadas no mercado tradicional. Posteriormente, foi calculado o Teste *t student* para se avaliar as diferenças entre as médias dos dois grupos. Neste trabalho foi utilizado o nível de significância de 5%. Desta maneira, as seguintes hipóteses foram testadas (Tabela 2):

Tabela 2 Hipóteses a serem testadas na pesquisa

Hipóteses	Descrição	Autores
H0	As médias dos retornos nominais e anormais do Mercado Tradicional, antes da crise e durante a crise foram iguais às médias dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.	Aguiar <i>et al.</i> (2004) Srouf (2005)
H1	As médias dos retornos nominais e anormais do Mercado Tradicional, antes da crise e durante a crise foram maiores que às médias dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.	Michalischen e Paiva (2009) Procianoy e Verdi (2009) Alberton <i>et al.</i> (2011)

Fonte: Elaborada pelos autores

3.2 Descrição dos procedimentos utilizados

Para a verificação das hipóteses listadas acima, foi utilizada a metodologia de estudo de eventos (Fama *et al.*, 1969; Camargos & Barbosa, 2003). Segundo Camargos e Barbosa (2003, p. 1) os estudos de evento “são amplamente utilizados em Finanças, principalmente na aferição da eficiência informacional do mercado em sua forma semiforte. Consistem na análise do efeito da divulgação de informações específicas de determinadas firmas sobre os preços de suas ações”. Ainda para os autores, esta metodologia pode ser realizada em vários

eventos importantes (informações relevantes divulgadas ao mercado) que impactam as expectativas dos investidores e, conseqüentemente, os preços dos títulos. Campbell, Lo and Mackinlay (1997) descrevem os procedimentos de um estudo de evento conforme a Figura 1:

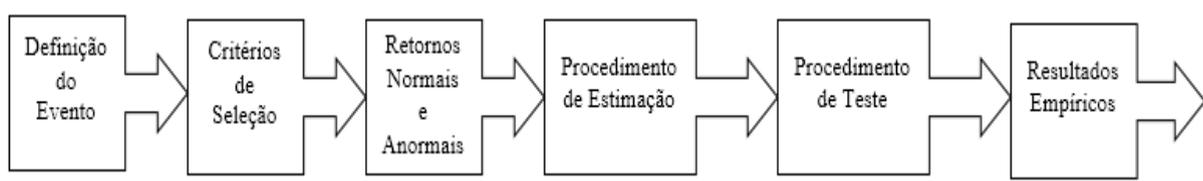


Figura 1 Etapas de um Estudo de Eventos
Fonte: Campbell *et al.* (1997)

Na primeira etapa, que é a definição do evento de interesse, identifica-se sua data de ocorrência (“data zero”) e o período durante o qual os preços dos títulos das firmas envolvidas nesse evento serão examinados (janela de evento) (Camargos & Barbosa, 2003). O evento considerado neste trabalho é a crise financeira de 2015. Sendo assim, foi definida a janela de evento com 10 meses, utilizando-se os fechamentos mensais do dia 01/02/2015 a 30/11/2015. Os meses de Jan./2015 e Dez./ 2015 não compuseram a janela de evento, pois para cálculo do retorno nominal faz-se necessário o valor do fechamento da ação no mês atual e no mês anterior, na plataforma *Quantum Axis* os dados de Dez./ 2014 e Dez./ 2015 não estavam disponíveis. Para período anterior ao evento foram utilizados os dados do fechamento mensal do dia 01/02/2014 a 30/11/2014. A mesma limitação foi encontrada referente aos meses de Jan./ 2014 e Dez./ 2014.

A segunda etapa trata-se dos critérios de seleção. Definem-se os critérios (base de dados utilizada, seleção do setor econômico, empresas afetadas pelo evento em estudo) para a inclusão de uma dada firma na amostra e sua caracterização (Camargos & Barbosa, 2003). O universo da pesquisa foi composto por todas as empresas participantes do índice de governança corporativa, N1, N2 e NM, e o segmento mercado tradicional da Bovespa. A amostra foi composta por 38 companhias do Mercado Tradicional, 23 do Nível 1, 11 do Nível 2 e 122 do Novo Mercado. Foram retiradas do estudo as empresas que não tinham pelo menos 4 meses de cotação disponíveis no período antes da crise e 4 meses de cotação disponíveis no período de crise. As empresas foram selecionadas pelo banco de dados do site da Bovespa e os dados secundários dos preços mensais das ações foram coletados do bando de dados da plataforma online *Quantum Axis*.

Para consecução da terceira etapa, que diz respeito ao cálculo dos retornos nominais e anormais, utilizou-se os mesmos padrões adotados no trabalho de Alberton *et al.* (2011). Sendo assim, a seguinte fórmula foi utilizada para **cálculo dos retornos nominais**:

$$R_{it} = \text{Ln} (P_t / P_{t-1})$$

Onde:

R_{it} é o retorno nominal da ação i , no mês t .

$P_{i,t}$ é o preço de fechamento da ação i no mês t ajustado a todos os proventos ocorridos no período.

$P_{i,t-1}$ é o preço de fechamento da ação i no mês $t-1$ ajustado a todos os proventos ocorridos no período.

Para **cálculo dos retornos anormais** mensais para cada uma das empresas pertencentes à amostra, a seguinte fórmula foi utilizada.

$$RA_{it} = R_{it} - [\text{Ln} (R_{mt} / R_{mt-1})]$$

Onde:

RA_{it} é o retorno anormal da ação i no período t .

Rit é o retorno nominal da ação i no mês t .

Rmt é o retorno do portfólio de mercado (Ibovespa) no mesmo período.

Rmt-1 é o retorno do portfólio de mercado (Ibovespa) no mês $t-1$.

Assim como no estudo de Alberton *et al.* (2011) optou-se, por trabalhar com valores logarítmicos devido à necessidade de se estabilizar as médias e variâncias das séries de dados. De acordo com Marcon (2002) a utilização da função Ln permite uma maior proximidade da distribuição dos retornos das ações à distribuição normal, resultando em valores mais robustos.

4. Resultados da Pesquisa

Considerando a metodologia anteriormente proposta, são analisados os resultados baseados nas hipóteses por meio de tabelas, pois considera-se que haverá maior visibilidade dos resultados obtidos. Inicialmente, buscar-se-á constatar o efeito da crise dentro do próprio mercado e comparar as médias do mercado individual com a média do Ibovespa, para depois confrontar os resultados das médias do mercado tradicional com os níveis diferenciados de governança corporativa.

4.1 Resultado dos Retornos Nominais

Constata-se, por meio da Tabela 3, que em todos os níveis houve uma redução do retorno nominal da média percentual do preço das ações, comparando-se os períodos antes da crise e durante a crise.

Tabela 3 Média do Retorno Nominal dos fechamentos dos preços das ações
Teste t no período de 01/02/2014 a 30/11/2015

Níveis	Retorno Nominal Mensal		Estatística t	
	Antes da crise	Na crise	Antes-Durante	
			Teste t	p-value
MT	-0,0050750	-0,0147974	1,9662428	0,3851171
N1GC	-0,0146328	-0,0200338	1,9703772	0,6095801
N2GC	0,0082082	-0,0149581	1,9819674	0,0991883
NMGC	-0,0097237	-0,0243967	1,9619119	0,0096270
Ibovespa	0,0222527	-0,0038841	2,2281388	0,1178782

Valores em negrito são significativos a 5%.

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados coletados

Porém, quando se faz a análise do Teste t, verifica-se que a um nível de significância de 5% estas diferenças entre as médias foram estatisticamente significantes apenas para as empresas pertencentes ao novo mercado. Ou seja, rejeita-se a hipótese de que as médias antes e durante o evento são estatisticamente iguais.

Isto sinaliza que as ações das empresas pertencentes ao segmento novo mercado no período de crise sofreram variação negativa. Destaca-se que o segmento novo mercado foi o que apresentou maior número de empresas e dados disponíveis, sendo este segmento também aquele que exige das empresas um padrão de governança corporativa altamente elevado. Desta forma, o resultado encontrado contraria o argumento de pesquisadores que, assumir um padrão de boas práticas propicia um melhor desempenho em relação à rentabilidade e ao valor das ações, em períodos de alta turbulência.

Conclui-se, portanto, que a crise afetou o resultado das empresas deste segmento. Este resultado vai ao encontro aos achados de Aguiar *et al.* (2005); Michalischen e Paiva (2009) e Alberton *et al.* (2011) e contraria os estudos sobre os níveis diferenciados de governança corporativa de Carvalho e Rochman (2003); Fama *et al.* (2005) e Srour (2005). Por meio da

Tabela 4 é evidenciado o Teste t para comparação da média do retorno nominal dos fechamentos dos preços das ações.

Tabela 4 Resultado do Teste t: comparação média do retorno nominal dos fechamentos dos preços das ações
Teste t no período de 01/02/2014 a 30/11/2015

Comparações	Retorno Nominal Mensal			
	Antes da crise		Na crise	
	Teste t	p-value	Teste t	p-value
MT x N1GC	1,9662428	0,6567104	1,9662428	0,7899815
MT x N2GC	1,9662428	0,3278232	1,9662428	0,2516185
MT x NMGC	1,9619119	0,0519870	1,9619119	0,0001365
MT x (N1GC + N2GC + NMGC)	1,9614867	0,02174951	1,9614867	0,0000060

Valores em negrito são significativos a 5%.

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados coletados

Conforme a Tabela 4, verifica-se, confirmado pelo Teste t, que, se comparando as médias do mercado tradicional com os níveis 1 e 2, os valores apresentados não possuem diferenças estatisticamente significantes. Ou seja, no que tange estas comparações constata-se que as médias dos retornos nominais do mercado tradicional, antes da crise e durante a crise foram iguais às médias dos níveis 1 e 2 de governança corporativa.

Já, no que concerne a comparação efetuada entre mercado tradicional e novo mercado, os resultados encontrados com o cálculo da comparação do retorno nominal dos fechamentos dos preços das ações sustentam os resultados encontrados anteriormente. Sendo assim, rejeita-se a hipótese nula, evidenciando que as médias dos retornos nominais do mercado tradicional, antes da crise e durante a crise foram maiores às médias do segmento novo mercado de governança corporativa. Resultado similar foi encontrado, quando se fez a comparação entre a média do retorno nominal dos preços das ações para as empresas pertencentes ao mercado tradicional *versus* a média do retorno nominal dos preços das ações de companhias que pertencem a um dos níveis diferenciados de governança corporativa (N1+N2+NM).

Estes resultados apresentam indícios de que fazer parte do novo mercado não traz benefícios em períodos conturbados de crise, resultado semelhante foi encontrado nos estudos de Aguiar *et al.* (2004); Michalischen e Paiva (2009) e Alberton *et al.* (2011).

4.2 Resultado dos Retornos Anormais

De maneira complementar aos resultados apresentados na seção anterior, efetuou-se os cálculos dos retornos anormais mensais, com a utilização do Ibovespa como mercado doméstico. Os resultados para o período de 01/02/2014 a 30/11/2015 são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 Retornos anormais mensais ajustados ao Ibovespa
Teste t no período de 01/02/2014 a 30/11/2015

Níveis	Retorno Anormal Mensal		Estatística t	
	Antes da crise	Na crise	Antes-Durante	
			Teste t	p-value
MT	-0,0245844	-0,0121432	1,9662428	0,2615547
N1GC	-0,0361868	-0,0164647	1,9703772	0,0429969
N2GC	-0,0140444	-0,0110739	1,9819674	0,8296361
NMGC	-0,0320020	-0,0204983	1,9619119	0,0354847

Valores em negrito são significativos a 5%.

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados coletados

Pode-se verificar a partir dos retornos anormais, evidenciados na Tabela 5, calculados pelo modelo ajustado ao mercado, que os resultados da estatística t não são significativos a 5% para o mercado tradicional e nível 2 de governança corporativa. Este resultado significa que, para as empresas pertencentes a estes segmentos os valores do retorno anormal de suas ações não sofreram ajustes quando se comparados os períodos antes da crise com durante a crise.

Porém, resultado contrário foi evidenciado para os segmentos nível 1 e novo mercado. Ou seja, para as companhias ocupantes destes segmentos a turbulência da crise de 2015 impactou o retorno anormal de suas ações, quando comparados os mesmos valores em 2014. O que se verifica com o cálculo dos retornos anormais mensais foi que os valores aumentaram quando se compara o período antes da crise com durante a crise, resultado este que foi evidenciado de maneira contrária quando efetuados os cálculos para os retornos nominais. Desta forma, conclui-se que, mesmo os retornos anormais das empresas que compuseram a amostra evidenciam leves aumentos, quando comparados os anos de 2014 e 2015, o fato de as companhias participarem de um dos níveis de governança corporativa, neste caso específico o nível 1 e novo mercado, não “blindou” estas firmas no período de alta turbulência econômica.

Através da Tabela 6 têm-se o cálculo do Teste t para comparação da média do retorno anormal dos fechamentos dos preços das ações no período de 01/02/2014 a 30/11/2015.

Tabela 6 Resultado do Teste t: comparação média do retorno anormal dos fechamentos dos preços das ações
Teste t no período de 01/02/2014 a 30/11/2015

Comparações	Retorno Nominal Mensal			
	Estatística t			
	Antes da crise		Na crise	
	Teste t	p-value	Teste t	p-value
MT x N1GC	1,9662428	0,7664728	1,9662428	0,8205283
MT x N2GC	1,9662428	0,0102013	1,9662428	0,3077723
MT x NMGC	1,9619119	0,000000	1,9619119	0,0007321
MT x (N1GC + N2GC + NMGC)	1,9614867	0,000000	1,9614867	0,000003

Valores em negrito são significativos a 5%.

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados coletados

Pode-se verificar a partir da comparação dos retornos anormais, calculados pelo modelo ajustado ao mercado, sendo considerado o Ibovespa como mercado doméstico, que os resultados da estatística t não são significativos ao nível de 5% apenas para o MT x N1GC antes da crise e durante a crise e para o MT x N2GC durante a crise. Para todas as demais comparações houve diferenças significativas, ou seja, rejeita-se a hipótese nula de que as médias dos retornos anormais do mercado tradicional, antes da crise e na crise foram iguais às médias dos níveis diferenciados de governança corporativa, especificamente, nível 2, novo mercado e N1GC + N2GC + NMGC.

Sendo assim, o novo mercado e a somatória do retorno anormal das ações de todos os níveis de governança corporativa durante o evento não acompanharam os resultados dos outros dois mercados, tendo um desempenho inferior, contrariando pesquisas anteriores (Srour, 2005; Fama *et al.*, 2005; Carvalho & Rochman, 2003) e corroborando com as pesquisas realizadas por Aguiar *et al.* (2004); Michalischen e Paiva (2009) e Alberton *et al.* (2011). Estes resultados fornecem indícios de que fazer parte do novo mercado, e até mesmo dos demais segmentos, devido a somatória dos níveis diferenciados de governança corporativa na crise ter apresentado média equivalente, estatisticamente, à do mercado tradicional, não traz benefícios em períodos conturbados de crise.

5. Considerações Finais

O objetivo desta pesquisa foi analisar se as empresas optantes pelas boas práticas de governança corporativa tiveram desempenho melhor e/ou igual em relação às empresas do mercado tradicional considerando o período de crise financeira de 2015. A motivação para consecução do estudo se deu pela necessidade de se ter claramente a evolução do mercado de ações no Brasil, principalmente com relação à governança corporativa e à adoção de boas práticas, onde se procura criar ambientes mais transparentes, com mais informação e equidade entre todos os investidores, sejam eles majoritários ou minoritários.

Com base na análise dos resultados, pode-se concluir que o mercado brasileiro durante a crise não considerou relevante ou não enxergou o esforço das empresas que voluntariamente adotaram as boas práticas de governança corporativa, principalmente com relação ao novo mercado. Resultados similares foram encontrados nas pesquisas de Aguiar *et al.* (2004); Michalischen e Paiva (2009) e Alberton *et al.* (2011). De tal maneira, nota-se que, ao contrário do que se esperava, os investidores, sejam eles minoritários ou majoritários, não estão dispostos a pagar mais por ações destas empresas em um período de turbulência econômica.

Dessa forma, conclui-se que, em relação aos retornos, nominais e anormais, dos preços das ações calculados neste artigo, no período selecionado, algumas das expectativas da Bovespa não foram constatadas. É preciso não esquecer as delimitações da pesquisa, as quais incluem os diversos fatores que podem influenciar o preço das ações, a não-consideração dos efeitos advindos da teoria das finanças comportamentais, a limitação dos resultados às empresas estudadas e o período temporal de análise.

Por estas limitações, sugere-se que outras pesquisas sejam realizadas para testar os resultados evidenciados nesta e compará-los. Entende-se que seria relevante abordar um período temporal mais extenso, para fins de comparação, uma vez que o Brasil ingressou em um período de turbulência em 2008, com a crise do *subprime*, e que atingiu o seu ponto máximo entre os meses de julho a outubro de 2008 quando o Ibovespa teve seu pior desempenho.

Referências

Aguiar, A. B., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2003). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, 39(4), 338-347.

Alberton, A., Moletta, A. M. C., & Marcon, R. (2011). Os níveis diferenciados de governança corporativa blindam as firmas contra crises financeiras? Uma análise da crise financeira de 2008. *Revista Pensar Contábil*, 13(51), 56-64.

Bm&fBovespa. (2016). *Segmentos de listagem*. Recuperado em 31 maio, 2016, de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/.

Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Estudo de eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3), 01-20.

Campbell, J., Lo, A., & Mackinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Cap. 4, *Princeton University Press*.

Carvalho, A. G., & Rochman, R. R. (2003). Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 9º, 2003. São Paulo. *Anais...* São Paulo: FGV, 2003.

Catapan, A., & Cherobim, A. P. M. S. (2010). Estado da arte da governança corporativa: estudo bibliométrico nos anos de 2000 a 2010. *RACE*, 9(1-2), 207-230.

Chagas, J. F. (2007). *Governança Corporativa - Aplicabilidade do conceito, dos princípios e indicadores à gestão de pequenas e médias organizações*. Recuperado em 21 maio, 2016, de https://www.google.com.br/search?q=governan%C3%A7a+corporativa+-+aplicabilidade+do+conceito%2C+dos+princ%C3%ADpios+e+indicadores&oq=governan%C3%A7a+corporativa+-+aplicabilidade+do+conceito%2C+dos+princ%C3%ADpios+e+indicadores&gs_l=serp.3...90506.130222.0.130391.91.71.5.12.12.0.394.10935.1j44j14j3.62.0...0...1c.1.64.serp..12.46.6355.0..0j0i131j0i3j0i13j0i22i30j0i13i30j30i10.mUpA_EQuqfs.

Diniz, J. (2015). *Os motivos da crise*. Recuperado em 04 junho, 2016, de <http://www.mauriciodenassau.edu.br/home/versaoImpressao/L2FydGlnby9leGliaXIVY2lkLzEvZmlkLzEvYWlkLzkyMw%3D%3D>.

Diretrizes de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. (2015). Recuperado em 09 abril, 2016, de http://ri.bmfbovespa.com.br/fck_temp/26_2/Diretrizes_de_Governanca_Corporativa_da_BM_FBOVESPA.pdf.

Fama, E. F., Fischer, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.

Fama, R., Silveira, A. M., & Barros, L. A. B. C. (2005). Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30.

Fundo Monetário Internacional. (2016). *FMI piora projeções para o Brasil e deixa de ver crescimento em 2017*. Recuperado em 04 julho, 2016, de <http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/01/fmi-piora-projecoes-para-o-brasil-e-deixa-de-ver-crescimento-em-2017.html>.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2016). *PIB do Brasil em 2015 encolhe 3,8% e confirma intensidade da recessão*. Recuperado em 21 maio, 2016, de IBGE - http://brasil.elpais.com/brasil/2016/03/03/economia/1457005144_329272.html.

Izique, C. (2005). De mãos dadas. *Revista Razão Contábil*. 2(16), 24-27.

Leal, R. P., Carvalhal Da Silva, A. L., & Ferreira, V. A. de C. (2002). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais.

Levine, R., & Zervos, S. (1996a). Stock market, banks e economic growth. *The World Bank, Policy Research Department, World Bank Policy Research Paper. (1582), 537-558.*

_____. (1996b). Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review. 10(2), 323-339.*

_____. (1998). Stock market, banks e economic growth. *The American Economic. 88(3), 537-558.*

Marcon, R. (2002). *O custo de capital próprio das empresas brasileiras - o caso dos American Depositary Receipts (ADRs)*. Santa Catarina, 2002. 152 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção). Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 2002.

Mazer, L. P. (2007). *O impacto do nível de transparência no custo de capital próprio das empresas do Ibovespa*. Ribeirão Preto, 2007. 111 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade). Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

Michalischen, F., & Paiva, E. V. S. (2009). Evidências de migração de empresas de capital aberto para os níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa: um estudo de evento. In: Encontro da ANPAD, 33º, 2009. São Paulo. *Anais...* São Paulo: ENANPAD, 2009.

Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (2009). Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: novo mercado, nível 1 e nível 2 - determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças, 7(1), 107-136.*

Saito, R., & Silveira, A. D. M. (2008). Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE – Revista de Administração de Empresas, 48(2), 79-86.*

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance, 52(2), 737-783.*

Silveira, A. D. M. (2002). *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo, 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *RAE – Revista de Administração de Empresas, 43(3), 50-64.*

Souza, F. C., & Borba, J. A. (2007). Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. *Contabilidade Vista & Revista, 18(2), 35-48.*

Srouf, G. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia, 59(4), 635-674.*

Tavares Filho, F. (2006). *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança da Bovespa*. São Paulo,

Improving the usefulness of accounting research

2006. 170 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.